

# Deshacerse de la DEUDA

Stijn Claessens

**Mientras los hogares y las instituciones financieras no recompongan sus balances, la recuperación de muchas economías avanzadas vacilará**

**B**AJAR una montaña suele ser más fácil que escalarla. Pero las finanzas no parecen cumplir la ley de gravedad. Reducir la deuda, es decir, “desapalancarse” ha resultado mucho más arduo que escalar la montaña de la deuda. Por eso, las recesiones de balance, como la sufrida recientemente por muchas economías avanzadas, son mucho peores que aquellas en que los balances no se ven agobiados por deudas insostenibles (véase “Seguimiento de la recuperación mundial” en esta edición de *F&D*).

Mientras las instituciones financieras, los hogares y los gobiernos de las economías avanzadas no logren que sus balances vuelvan a presentar un nivel sostenible de activos y deudas, la recuperación del peor bajón económico

mundial desde la Gran Depresión de los años treinta tardará en llegar.

El tema es determinar por qué es tan difícil desapalancarse, cómo pueden ayudar los gobiernos, en qué medida el mundo se ha despojado de su deuda y cuáles son las mejores políticas a futuro.

## Origen de la crisis

La mayoría de las crisis financieras tienen que ver con un endeudamiento excesivo. Pero lo que varía es quién se endeuda así. Antes, solían ser los gobiernos o las empresas. Antes de esta crisis, eran las instituciones financieras y los hogares de las economías avanzadas, y algunos gobiernos, los que se endeudaban demasiado.

El mayor aumento de la deuda se registró en empresas financieras de ciertas economías avanzadas clave. Antes de la crisis, sus balances se multiplicaron respecto del tamaño total de las economías a las que pertenecen (gráfico 1, panel superior). Muchas veces, la relación deuda/capital (apalancamiento) también aumentó fuertemente (gráfico 1, panel inferior). Son casos notorios

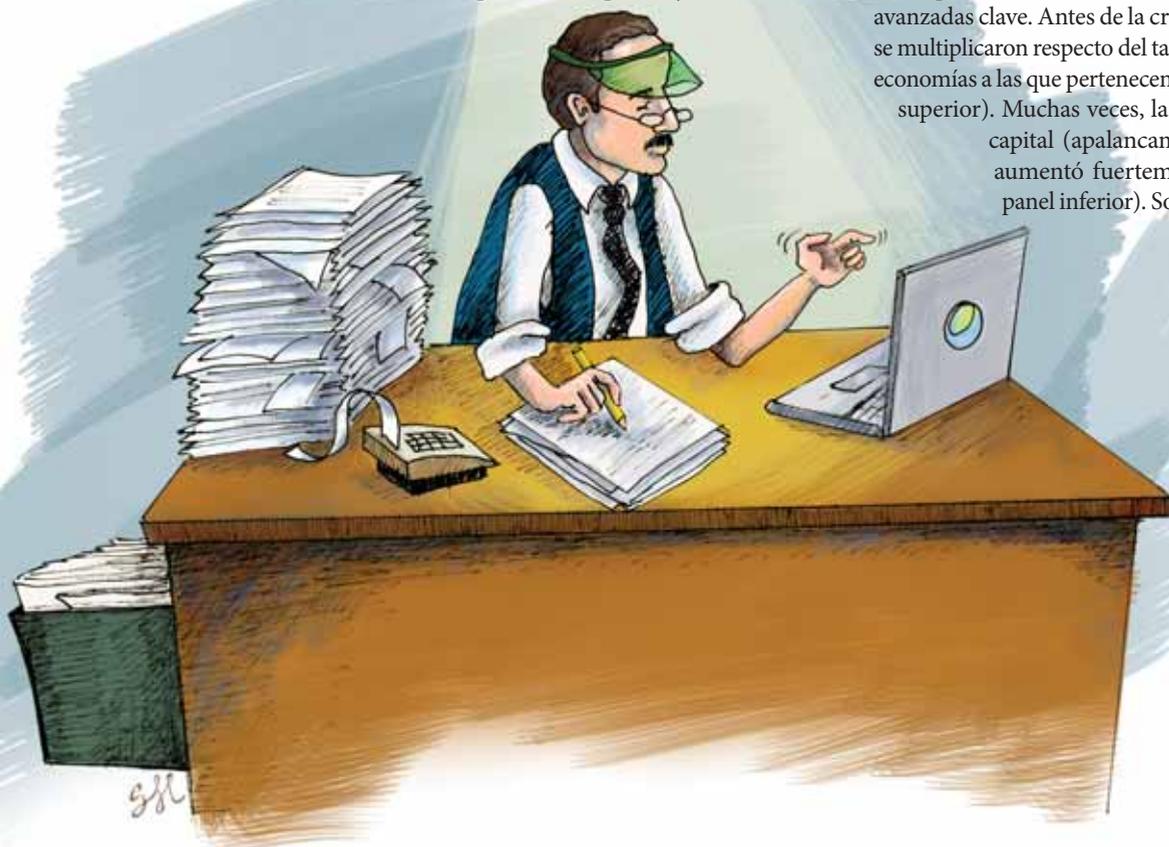
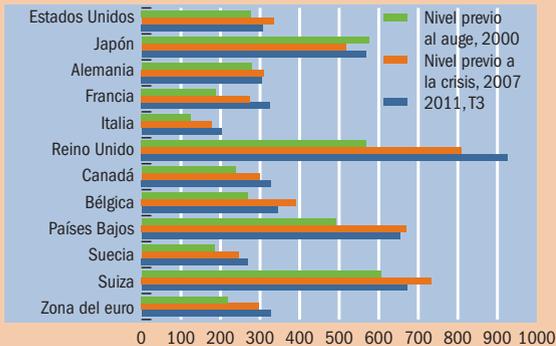


Gráfico 1

### Acumulación de deuda

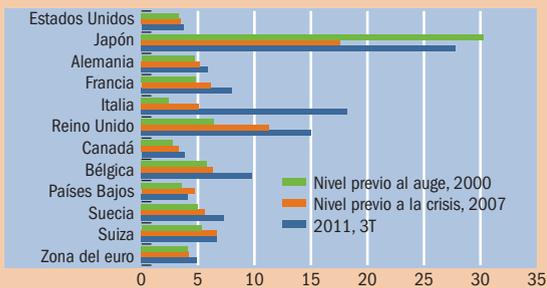
Como porcentaje del PIB, la deuda en libros de las instituciones financieras de muchas economías avanzadas creció notablemente.

(deuda como porcentaje del PIB del país de origen)



El apalancamiento (relación activos financieros/capital) también aumentó sensiblemente.

(relación activos financieros/capital)



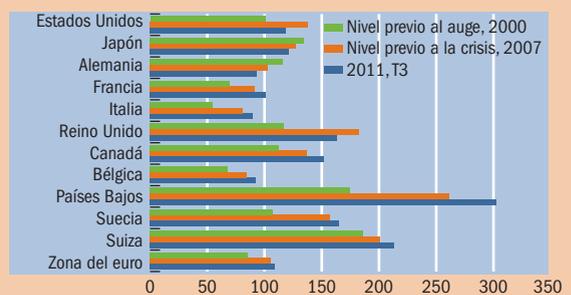
Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Gráfico 2

### Atracón de consumo

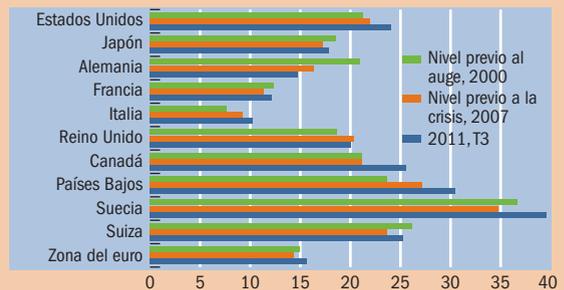
Los hogares aumentaron mucho su deuda respecto de su ingreso disponible, alentados por el crédito inmobiliario y de consumo.

(deuda de los hogares como porcentaje del ingreso disponible)



Pero dado el auge de los precios bursátiles e inmobiliarios, el patrimonio de los hogares se mantuvo alto hasta la crisis, que hizo caer los precios, tambaleó el patrimonio y crecer la deuda.

(deuda como porcentaje del patrimonio de los hogares)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: No hay cifras respecto de la relación deuda/patrimonio de Bélgica.

los de algunos bancos de inversión de Estados Unidos y multi-bancos europeos, cuya deuda llegó a multiplicar el capital por 30, proporción muy superior a la de períodos previos.

Los hogares también tomaron mucho más crédito, a menudo destinado a vivienda y consumo. El gráfico 2 (panel superior) muestra que en los años previos a la crisis, en casi todas las economías avanzadas, la relación deuda/ingreso disponible de los hogares registró un gran aumento. Pero debido al auge simultáneo de los precios de las acciones y de las viviendas, esto no se manifestó en un aumento del apalancamiento en los balances consolidados; en líneas generales, la relación deuda/activos de los hogares se mantuvo estable (gráfico 2, panel inferior). Pero este indicador, al parecer auspicioso, encubría la creciente exposición de los hogares a una fuerte caída del precio de los activos, especialmente de las viviendas. También encubrió un fenómeno importante: la amplia dispersión de la exposición entre los hogares. Dado que quienes tienen una posición acreedora positiva suelen ser ahorristas netos y, quienes tienen una posición negativa, tienden a gastar relativamente más, los más propensos a consumir se desendeudan más, y su efecto en la demanda total es desproporcionado.

A diferencia de algunas crisis previas, el apalancamiento (deuda/capital) de las empresas no financieras de algunos países no aumentó mucho, y hasta disminuyó con respecto a períodos anteriores (gráfico 3). En general, las empresas mantuvieron balances prudentes, y muchas veces hasta aumentaron su liquidez, lo que redujo su deuda neta (pasivo menos activos financieros).

### ¿Por qué es tan difícil desapalancarse?

Cuando se desató la crisis y bajó el precio de los activos, el patrimonio se desplomó. Los hogares y las instituciones financieras debieron reducir su deuda. Bajar esta pendiente fue más arduo que subirla porque deshacerse de la deuda lleva tiempo y no todos pueden o deben hacerlo al mismo tiempo.

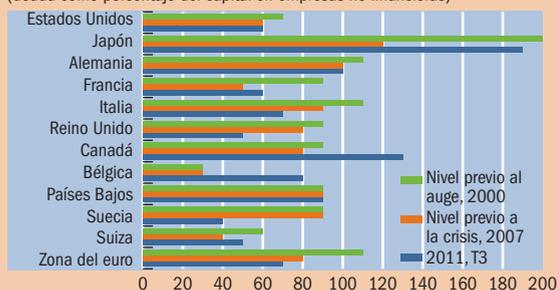
Esto puede verse mejor desde la perspectiva de un hogar. Ahorrar para comprar la primera casa puede llevar muchos años, pero al convertirse en propietarios, los hogares pueden obtener créditos que multiplican su ingreso. Durante las bonanzas, los hogares pueden beneficiarse del aumento del precio de la vivienda y su patrimonio puede aumentar aún más. Pero la caída de dicho precio puede hacer que el crédito supere el valor de la casa y aniquilar el patrimonio. Si a esto se suma el desempleo y

Gráfico 3

### Moderación empresarial

A diferencia de crisis previas, las empresas no financieras no aumentaron su relación deuda/capital y, en general, mantuvieron balances prudentes.

(deuda como porcentaje del capital en empresas no financieras)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

la merma del ingreso, como ocurre hoy en muchos hogares de economías avanzadas, los problemas se magnifican. En efecto, cuando, desde 2007, el precio de la vivienda empezó a bajar como preludio de la crisis financiera mundial, el patrimonio de muchos hogares se contrajo en relación con su deuda. Además, con menos ingreso y más desempleo, cumplir con los pagos de las hipotecas y otras deudas se dificulta, a pesar de que las tasas de política monetaria sean más bajas que nunca.

Frente a esta situación, los hogares deben ahorrar más para recomponer su patrimonio. Su capacidad de hacerlo rápido es limitada. Ahorrar para la casa llevó tiempo, y recomponer el patrimonio, también. En cuanto a los incumplidores, la reestructuración de su deuda puede fácilmente demorar un año o más. Súmese el tiempo que lleva recuperar la calificación crediticia para obtener una refinanciación más ventajosa y todo el proceso de desendeudamiento puede perfectamente tardar años.

Hasta aquí el relato microeconómico. En términos agregados o macroeconómicos, todo se complica. Cuando todos se retraen al mismo tiempo, el resultado global es peor. Si de repente muchos hogares empiezan a ahorrar mucho más, la demanda total disminuirá mucho, lo que reduce el producto, eleva el desempleo y disminuye el ingreso, y obliga a aún más gente a desendeudarse. Si mucha gente intenta vender su casa para recuperar el efectivo, el precio de la vivienda puede bajar aún más y desencadenar más incumplimientos y ejecuciones hipotecarias y una mayor restricción crediticia para otros deudores. Esta reacción negativa en cadena pone en marcha ventas forzosas que reducen el precio de la vivienda a un valor inferior al de equilibrio.

La historia confirma la lentitud del proceso de desapalancamiento. Por lo general en las economías avanzadas, en los últimos 30 años, el desplome inmobiliario y la recesión, precedidos de una mayor acumulación de deuda de los hogares, fueron más graves y prolongados (FMI, 2012). En concreto, la combinación de la caída del precio de las viviendas y el aumento del endeudamiento registrado antes del desplome parece explicar la gravedad de la contracción. En particular, la caída del consumo de los hogares en economías muy endeudadas más que cuadruplicó

la cifra atribuible al efecto riqueza resultante de un descenso de los precios de las viviendas. La mayor contracción tampoco se debió a crisis financieras. La relación entre la deuda de los hogares y la contracción del consumo también se observa en economías donde no hubo una crisis bancaria en la época del desplome del mercado de la vivienda.

Para las instituciones financieras también es difícil desapalancarse y, de hacerlo, pueden generar efectos macroeconómicos iguales o peores que cuando se desapalancan los hogares. El aumento de la morosidad, la caída del precio de los valores en sus carteras (que empeora su relación deuda/capital) o la aprobación, tras la crisis, de normas más restrictivas, pueden obligar a los bancos a recomponer sus balances. Pero, al igual que los hogares, poco pueden ahorrar, salvo reduciendo dividendos y ajustando salarios. Podrían recomponer sus balances obteniendo más capital, a lo que suelen resistirse, y hacerlo rápidamente puede ser costoso.

En su lugar, los bancos tienden a recomponer sus balances desprendiéndose de activos de riesgo, o sea, concediendo menos créditos nuevos. Pero esta reacción daña la economía real porque reduce la financiación externa disponible. Si el sector financiero no está dispuesto a prestar más, puede producirse una restricción crediticia que obligue a hogares y empresas a desapalancarse, lo que a su vez frena la inversión y el consumo. Esto puede generar un círculo vicioso de caída del producto y la actividad en general, reducción del ingreso, deterioro de las condiciones crediticias y disminución del precio de los activos, seguido de más desapalancamiento forzoso.

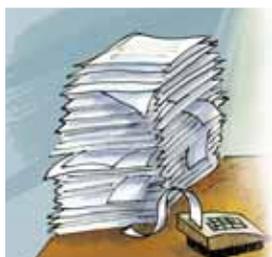
### ¿Pueden ayudar los gobiernos?

Hay muchos antecedentes de grandes aumentos del apalancamiento del sector privado que terminan en crisis financieras, como el de Escandinavia y Asia oriental en los años noventa. Según los estudios, a este tipo de crisis las siguen recesiones largas y profundas en que indicadores clave, como el desempleo y el precio de la vivienda, tardan mucho más en tocar fondo que tras una recesión normal. Pero hay casos en que la recuperación fue veloz porque los gobiernos lograron sustituir la demanda privada con demanda pública. Por ejemplo, al afrontar la gran crisis de inicios de los años noventa, los deudores privados suecos redujeron sus deudas recortando drásticamente el gasto. El gobierno, más solvente que el sector privado, aumentó su gasto y generó grandes déficits fiscales. A la vez, reestructuró rápidamente el sistema financiero, y el banco central redujo la tasa de interés. Con la ayuda del ajuste cambiario, la caída de la actividad se detuvo, la economía se recuperó y el gobierno pudo empezar a reducir su deuda.

Lamentablemente, para muchas economías avanzadas, hoy esta senda no es tan fácil como en los años noventa. La deuda pública ya era cuantiosa antes de la crisis financiera, y hay muchos otros pasivos de gran peso, como los gastos médicos y otros servicios sociales. La recesión generó grandes déficits fiscales debido, principalmente, al lento ritmo de la actividad económica y el creciente aumento del gasto, en parte por la recapitalización bancaria instrumentada con fondos públicos volcados a los bancos y otras entidades financieras para mantenerlos a flote. Como resultado, la solvencia de muchas economías está en tela

de juicio, y para muchos gobiernos no es fácil aumentar el gasto para proteger la economía de una retracción privada forzosa. Este es el caso especialmente de muchos países de la periferia de la zona del euro, donde los gobiernos debieron retraerse.

De todos modos, los gobiernos pueden cumplir una función importante. Los programas de reestructuración de la deuda de los hogares, como el de Estados Unidos en los años treinta y el de Islandia hoy, pueden ser útiles. El Gobierno de Estados Unidos asumió aproximadamente una de cada cinco hipotecas, prorrogó los vencimientos y redujo la tasa de interés y, muchas veces redujo el capital adecuado, reduciendo así sensiblemente la carga de la deuda y los incumplimientos y ejecuciones hipo-



## Únicamente Estados Unidos y Alemania han podido reducir la relación deuda/PIB del sector financiero.

tecarias. Con políticas de este tipo se puede ayudar a evitar un círculo vicioso en que la falta de pago por parte de los hogares alimenta el descenso de precios de la vivienda y una mayor contracción del producto.

### ¿Dónde estamos hoy?

El grado de desapalancamiento varía según el sector y el país. Los gráficos 1, 2 y 3 presentan también una panorámica de la situación crediticia del sector de hogares, el financiero y el empresarial en el tercer trimestre de 2011. Una simple comparación de la deuda actual y los coeficientes de apalancamiento con sus niveles anteriores al auge (año 2000) sugiere que los hogares tienen mucho por hacer para recomponer sus balances. El sector financiero debe reducir bastante las relaciones deuda/PIB y pasivo/capital. En general, el sector empresarial está en mejor forma.

Algunos países avanzaron un poco más en este proceso. En Alemania, la relación entre la deuda y el ingreso de los hogares ya disminuyó. En Estados Unidos, esta relación cayó de su nivel máximo, aunque lo hizo en gran medida al desaparecer las deudas debido al incumplimiento. En el Reino Unido, la razón deuda/ingreso de los hogares se redujo levemente tras la crisis, aunque su nivel todavía es alto. Pero en la mayoría de los demás países, la deuda de los hogares aún debe volver a su nivel previo a la crisis o incluso dejar de aumentar. Por ejemplo, la deuda de los hogares sigue creciendo en Francia y los Países Bajos, en parte porque bajaron los precios de las viviendas.

En general, el desapalancamiento del sector financiero ha sido menor. Aunque la relación deuda/PIB del sector financiero de Estados Unidos y Alemania se redujo, sigue sin volver a su nivel previo a la crisis. En países como Canadá, Francia, Italia y el Reino Unido, el sector financiero aún no se ha desapalancado, y la relación deuda/PIB o deuda/capital, o ambas, siguen siendo bastante altas.

Mientras que en la mayoría de los países las empresas no financieras no aumentaron su apalancamiento, en algunos, en particular Japón y Canadá, este sector sigue fuertemente endeudado.

### Las políticas pueden influir

La recomposición de los balances puede ser muy lenta. Aunque el proceso avanza en el sector privado, está lejos de concluir. Además, muchos gobiernos tienen problemas fiscales tan grandes que no pueden cubrir la falta de demanda causada por el desapalancamiento.

Pero esta lentitud tiene facetas positivas. Como dijimos, el desapalancamiento demasiado rápido, especialmente el de las instituciones financieras, puede empeorar el desempeño económico, al reducir la demanda y la actividad agregadas. En algunos países, hay señales alentadoras de recomposición sin consecuencias macroeconómicas negativas. El reto para todos

los países es recomponer los balances a la velocidad adecuada: ni muy rápida ni muy lenta.

Las políticas pueden influir. Las recomendaciones típicas para un desapalancamiento mundial ordenado incluyen los siguientes elementos:

- Las autoridades deben coordinar cuidadosamente las políticas financieras, macroeconómicas y estructurales para garantizar que el sistema financiero esté en condiciones de apuntalar la economía.
- Para complementar el aumento del capital y el provisionamiento bancario en curso (véase “Arreglar el sistema” en este número de *F&D*), es fundamental seguir avanzando en la reestructuración y la resolución bancaria, con el apoyo oficial si fuera necesario. Las autoridades deben velar por que los bancos actúen con moderación en materia de dividendos y remuneración, para preservar colchones de capital para absorber pérdidas.
- En algunos países, la deuda hipotecaria de los hogares debe reducirse a niveles tolerables mediante programas que faciliten la condonación del pago del capital.
- En muchos países debe trazarse una senda hacia la consolidación fiscal que garantice o restablezca la solvencia a ojos del mercado financiero, pero la reducción de la deuda no debe obstaculizar la recuperación a corto plazo.
- Para evitar repercusiones negativas, las autoridades deben coordinar sus actividades y evitar favorecer demasiado a sus propios sistemas económicos y financieros. ■

*Stijn Claessens es Director Adjunto del Departamento de Estudios del FMI.*

#### Referencia:

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2012, “Medidas frente al endeudamiento de los hogares”, Perspectivas de la economía mundial, capítulo 3 (Washington, abril).